

## Les craintes de stagflation sont exagérées Les risques inflationnistes ne mettront pas prématurément un terme à l'assouplissement monétaire de la Réserve fédérale américaine

### INTRODUCTION

Au moment où la principale économie de la planète, les États-Unis, est au bord de l'impasse, la résilience de l'inflation et la persistance des prix élevés des matières premières ont fait ressurgir les craintes de stagflation. Les conséquences sont importantes puisqu'une inflation trop rapide pourrait déstabiliser l'ancrage des anticipations inflationnistes. Le travail de la Réserve fédérale américaine (Fed), qui cherche pour l'instant à relancer son économie, serait alors perturbé par le désir (pour ne pas dire la nécessité) de maintenir la stabilité des prix :

*[...] Should high rates of overall inflation persist, the possibility also exists that inflation expectations could become less well anchored. Any tendency of inflation expectations to become unmoored or for the Fed's inflation-fighting credibility to be eroded could greatly complicate the task of sustaining price stability and could reduce the flexibility of the FOMC to counter shortfalls in growth in the future. [...]*

Ben Bernanke, 27 février 2008.

Dans ce Point de vue économique, nous montrons qu'en dépit des similitudes avec les années 70 et 80 (hausses marquées des prix des matières premières, ralentissement économique) les risques de stagflation sont faibles et ne devraient pas conduire à une fin précoce de l'assouplissement monétaire de la Fed. La correction du marché de l'habitation, le ralentissement économique, la crise des liquidités et le resserrement des conditions de crédit devraient amener un apaisement des pressions inflationnistes d'ici la deuxième moitié de l'année. Par conséquent, avec bon nombre de mauvaises nouvelles économiques et financières encore à prévoir, il faut s'attendre à d'autres baisses des taux directeurs au cours des prochains mois.

### STAGFLATION : MÉLANGE DE CROISSANCE FAIBLE ET D'INFLATION FORTE

Le mot hybride stagflation, issu de stagnation et d'inflation, est utilisé pour décrire l'état d'une économie qui souffre à la fois d'une faible croissance et d'une inflation élevée. Selon toute vraisemblance, le mot aurait été inventé en 1965 par Iain Macleod, le porte-parole économique du parti conservateur britannique :

*[...] We now have the worst of both worlds-not just inflation on the one side or stagnation on the other,*

*but both of them together. We have a sort of "stagflation" situation. And history, in modern terms, is indeed being made.[...]*

House of Commons, 17 novembre 1965.

Jusqu'alors, l'idée même de stagflation était ignorée en raison de la théorie macroéconomique keynésienne, et plus particulièrement celle de la courbe de Phillips, qui jumelait une inflation élevée à un taux de chômage faible, et vice versa. Devant l'inflation à plus de 15 % et la forte contraction de l'activité

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste

**Martin Lefebvre**  
Économiste senior

**Yves St-Maurice**

Directeur et économiste en chef adjoint

**Hendrix Vachon**  
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

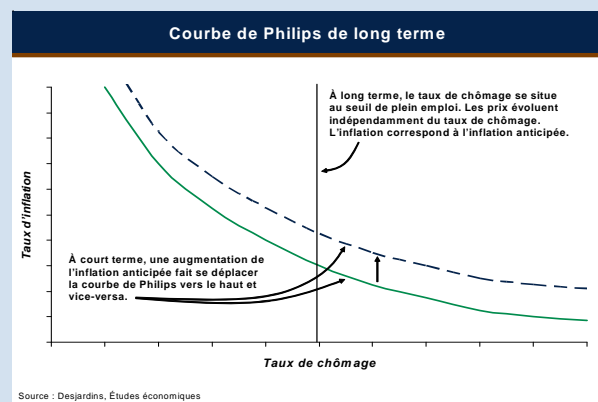
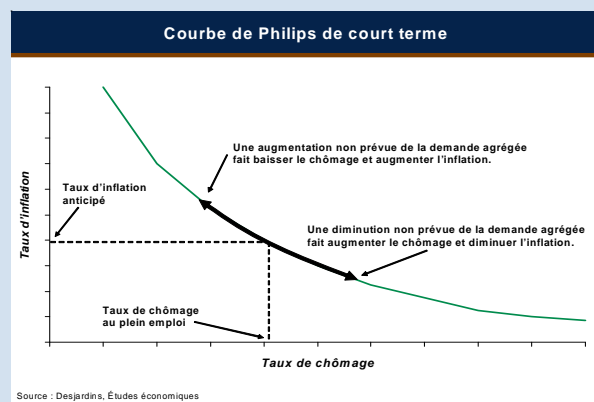
**Encadré**  
**Courbe de Philips<sup>1</sup>**

À la base, la courbe de Philips illustre la relation entre l'inflation et le chômage. La courbe montre qu'un taux d'inflation faible est associé à un taux de chômage élevé et qu'un taux d'inflation élevé est associé à un taux de chômage faible. Avec le temps, le concept de la courbe de Philips s'est raffiné pour tenir compte des anticipations de l'inflation et des chocs de l'offre.

Les débats modernes sur le lien entre l'inflation et le chômage ont véritablement pris naissance à la suite d'une étude de l'économiste Alban William Philips qui montrait une relation inverse, non linéaire et stable entre le taux de variation des salaires et le chômage au Royaume-Uni. Depuis, le concept de la courbe de Philips a beaucoup évolué. La courbe de Philips moderne identifie trois sources d'inflation : l'inflation dite anticipée, l'écart du chômage par rapport à son taux naturel et les chocs de l'offre (p. ex. : choc pétrolier). Par ailleurs, une distinction est maintenant faite entre la courbe de Philips de court terme et celle de long terme.

À court terme, la courbe de Philips montre la relation entre l'inflation et le chômage pour un taux donné d'inflation anticipée et pour un taux donné de chômage naturel<sup>2</sup>. Lorsque survient une augmentation non prévue de la demande agrégée, les entreprises haussent le prix de leur produit pour éviter une rupture des stocks et emploient davantage d'intrants (travailleurs, matières premières, etc.) pour accroître leur production. La demande accrue à l'égard des travailleurs fait baisser le chômage, mais tend aussi à faire augmenter les salaires. La même logique s'applique aux autres intrants, leur prix tendant à augmenter avec la demande. Une hausse non prévue de la demande fait donc augmenter le taux d'inflation et fait baisser le taux de chômage. Suivant le même raisonnement, une diminution non prévue de la demande fait baisser le taux d'inflation et fait augmenter le taux de chômage.

Une augmentation de l'inflation anticipée fait se déplacer vers le haut la courbe de Philips, tandis qu'une diminution de l'inflation anticipée l'amène vers le bas. Une augmentation du taux de chômage de plein emploi pousse la courbe vers la droite, tandis qu'une diminution de ce taux la pousse vers la gauche. Les chocs de l'offre peuvent également faire déplacer la courbe de Philips vers le haut ou vers le bas. À long terme, étant donné que l'économie se situe au plein emploi (taux de chômage naturel), le taux de chômage n'influe plus sur le taux d'inflation. Celui-ci dépendra des anticipations des agents économiques.

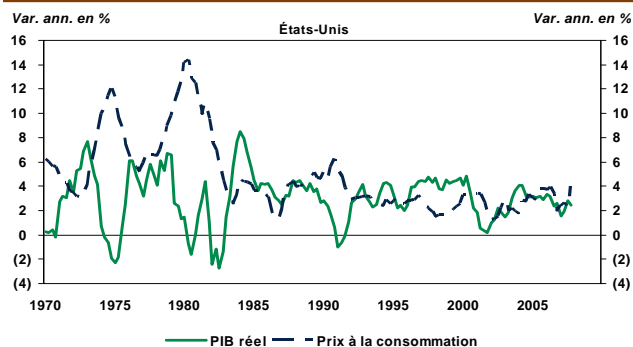


<sup>1</sup> DESJARDINS, ÉTUDES ÉCONOMIQUES. *Guide pratique des concepts et théories économiques*, 1<sup>re</sup> éd., 2007, 220 pages, [http://www.desjardins.com/fr/a\_propos/etudes\_economiques/dossiers/concepts-theories/index.jsp]

<sup>2</sup> Le taux de chômage naturel correspond au taux de chômage enregistré lorsque l'économie est au plein emploi.

économique des années 70 (graphique 1), les économistes ont convenu que la théorie de la courbe de Phillips était instable (voir encadré). Aujourd'hui, on estime que la relation inflation-chômage ne fonctionne qu'à court terme. À plus longue échéance, le chômage tend à retourner à son niveau naturel et une politique monétaire toujours accommodante ne fait qu'entretenir les pressions inflationnistes.

**Graphique 1 – On est bien loin de ce que la stagflation a déjà représenté**



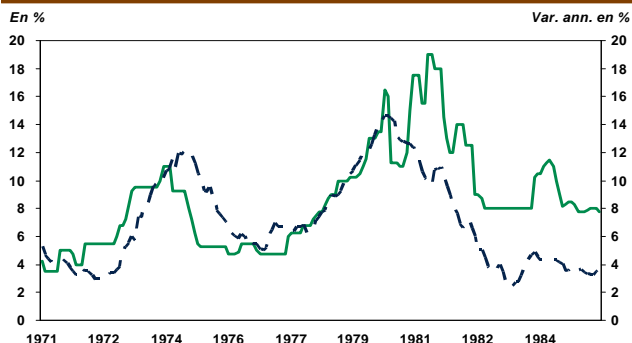
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### STAGFLATION : CAUSES ET CONSÉQUENCES

La stagflation des années 70 s'explique principalement par deux phénomènes, soit la combinaison d'un choc d'offre sur les prix du pétrole et une mauvaise réaction des autorités gouvernementales face à la crise. En 1973, l'embargo décrété par les pays arabes exportateurs de pétrole sur les livraisons pétrolières aux États qui soutenaient Israël a poussé le prix du brut en hausse de plus de 350 % entre 1973 et 1974. Il s'est ensuivi une forte augmentation des prix à la consommation et à la production. La perte de pouvoir d'achat des consommateurs, en raison d'un revenu disponible réel limité, et une diminution de la rentabilité des entreprises en raison de la hausse des coûts de production, ont amené un ralentissement marqué de l'activité économique. La situation a été exacerbée par la réponse des autorités monétaires qui, en cherchant excessivement à stimuler l'économie, ont créé une spirale salariale inflationniste.

Les instances gouvernementales américaines ont rapidement appris de leurs erreurs. En 1979-1980, lorsque les prix du pétrole ont explosé en raison de la révolution iranienne et puis de la guerre Iran-Iraq, Paul Volker, alors président de la Fed, a répondu à la crise en augmentant les taux d'intérêt nominaux à près de 20 % afin de contrer la poussée inflationniste (graphique 2). Cela s'est toutefois fait au coût d'une importante contraction de l'activité économique. Il en a résulté deux récessions coup sur coup, soit en 1980 et en 1982.

**Graphique 2 – La Fed a haussé les taux directeurs à près de 20 % en 1981 afin de ramener l'inflation à un niveau plus souhaitable**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

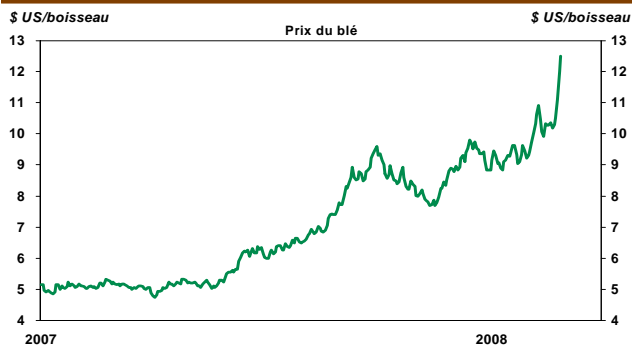
### L'INFLATION TOTALE SE MONTRE RÉSILIENTE...

Avec le ralentissement économique en cours aux États-Unis, la résilience récente de l'inflation et l'atteinte de prix records du pétrole ont fait ressurgir les craintes de stagflation. Doit-on s'alarmer?

Les faits :

- 1) Après trois mois de fortes hausses, l'indice des prix à la consommation (IPC) est demeuré stable en février. La variation annuelle a légèrement diminué mais, à 4 %, elle reste élevée.
- 2) En dépit du ralentissement américain, les prix des matières premières défient la gravité. Les prix du pétrole ont atteint plus de 110 \$ US le baril en mars; l'or a établi une nouvelle marque, à plus de 985 \$ US l'once; et le prix du blé a plus que doublé par rapport à l'an dernier, s'élevant à un record de 12 \$ US le boisseau en février (graphique 3).

**Graphique 3 – Le prix du blé a plus que doublé depuis un an**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

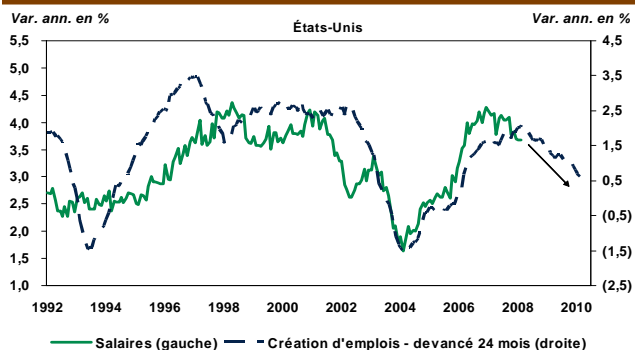
**... MAIS L'INFLATION DE BASE RESTE CONTENUE**

La situation a de quoi inquiéter, mais, à notre avis, il n'y a pas lieu de paniquer. D'abord, la hausse de l'IPC total reflète avant tout l'augmentation marquée des prix des matières premières énergétiques, et de certains aliments. Ainsi, si l'on exclut les aliments et l'énergie, l'inflation de base montre une plus grande stabilité, en hausse de 2,3 % par rapport à l'an dernier.

Par ailleurs, les prix de l'énergie ont augmenté de près de 60 % au cours de 2007 et, à plus de 100 \$ US le baril, il y a peu de chances que la situation se reproduise au cours de 2008. Pour le moment, les prix du pétrole fracassent record après record, mais cela ne semble refléter que la spéculation des marchés. En raison du ralentissement économique en cours, nous entrevoyons une diminution progressive des prix du pétrole d'ici l'été.

Dans ces conditions, il est peu probable que la situation résulte en une spirale inflationniste. Un des éléments essentiels lié à une poussée soutenue de l'ensemble des prix à la consommation est le comportement des salaires. Or, ces derniers sont en décélération depuis le sommet cyclique de décembre 2006, et la détérioration du marché de l'emploi montre que les pressions sur les salaires demeureront à la baisse au cours des prochaines années (graphique 4).

**Graphique 4 – La croissance des salaires est appelée à ralentir davantage**



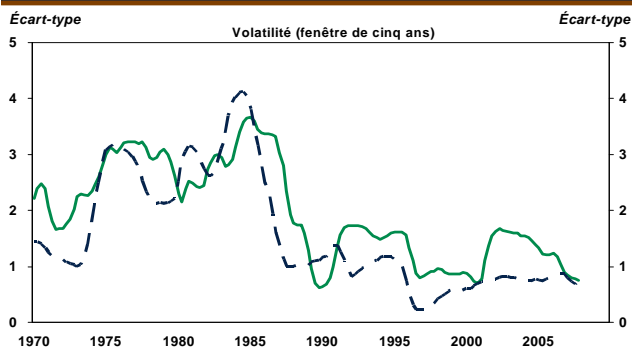
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**PAS DE RÉPÉTITION DES ANNÉES 70 EN VUE**

Aujourd'hui, la mondialisation des marchés et une plus grande crédibilité des banques centrales à l'égard du contrôle de l'inflation ont résulté en de meilleurs ancrages des anticipations inflationnistes et en une réduction graduelle de la volatilité de la croissance économique et de l'inflation depuis les années 80 (graphique 5).

Les anticipations dérivées à partir des obligations à rendement réel américaines (TIPS : Treasury Inflation Protected Security) montrent que les attentes inflationnistes ont augmenté au cours des dernières semaines, mais elles continuent

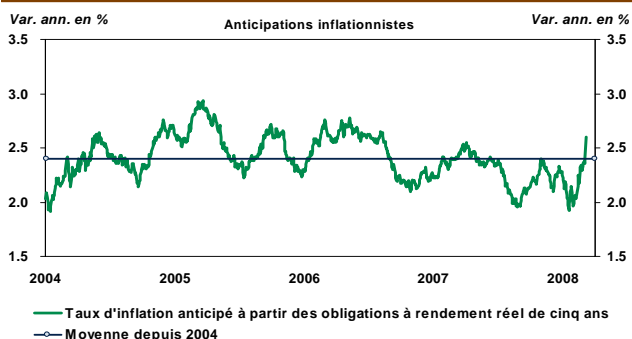
**Graphique 5 – Les cycles économiques et l'inflation sont beaucoup moins volatils depuis les années 90**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

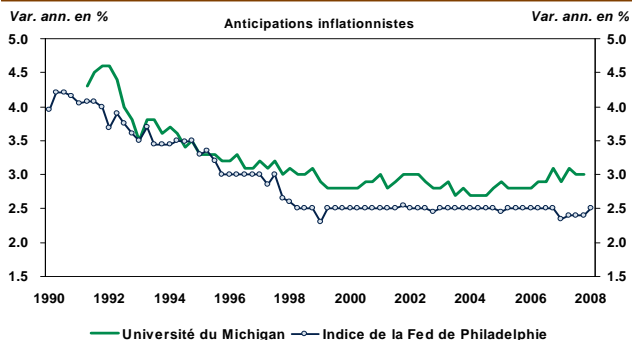
néanmoins d'osciller à l'intérieur d'une fourchette serrée près de la cible implicite d'inflation de la Fed, soit près de 2,5 % (graphique 6). De plus, d'autres mesures telles que les sondages auprès des ménages et des entreprises indiquent que les attentes inflationnistes demeurent stables (graphique 7).

**Graphique 6 – Les anticipations d'inflation sont à la hausse, mais demeurent stables sur une base historique...**



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

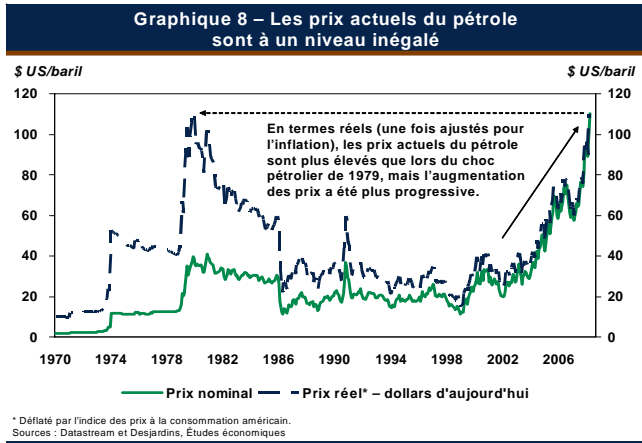
**Graphique 7 – ... ce qui est conforme aux autres mesures d'inflation anticipée**



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Puis, contrairement aux années 70, la hausse des prix du pétrole reflète un choc de demande (pas un choc d'offre)

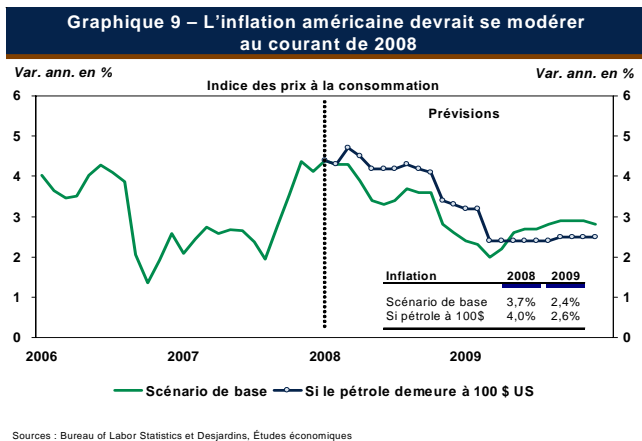
résultant de l'essor économique des dernières années et, plus particulièrement, de la demande effrénée des pays asiatiques en développement, la Chine et l'Inde à l'avant-plan. Ainsi, bien que les prix du brut aient atteint le même niveau en termes réels que lors du choc de 1979, la hausse actuelle des prix, qui s'est échelonnée sur plus de cinq ans, a été beaucoup mieux assimilée par l'économie mondiale (graphique 8).



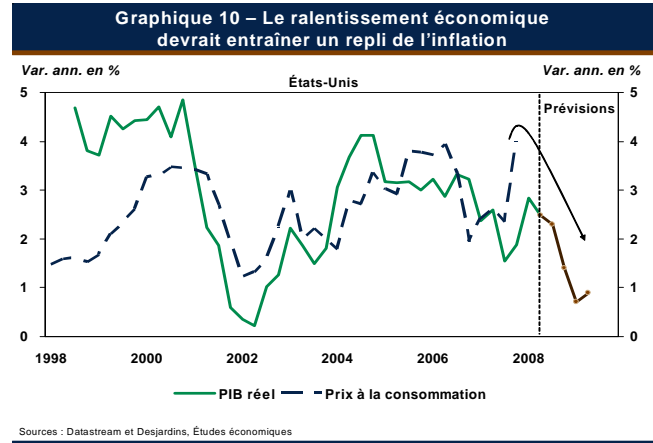
**D'AUTRES BAISSSES DES TAUX DIRECTEURS SONT À PRÉVOIR**

À notre avis, avec les risques sur la croissance en prédominance, le niveau actuel de l'inflation ne devrait pas entraver le travail de la Fed, et d'autres baisses de taux sont donc à prévoir au cours des prochains mois.

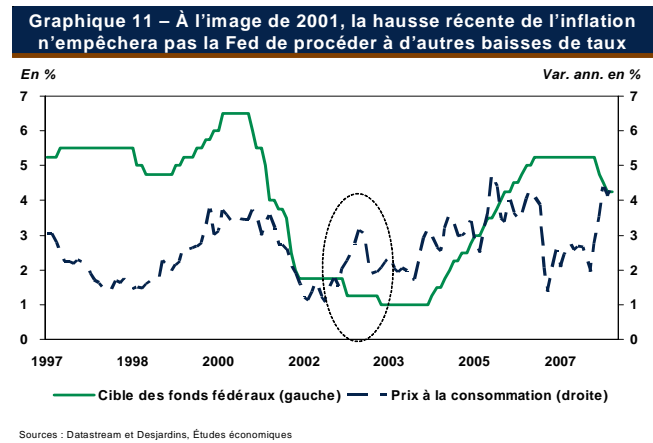
Certes, l'ascension vertigineuse des prix de l'énergie risque de retarder la décélération prévue de l'inflation totale. Nous estimons que si les prix du pétrole se maintiennent, en moyenne, à 100 \$ US le baril tout au long de l'année, l'inflation annuelle sera augmentée d'environ 0,3 point de pourcentage, à 4,0 % pour 2008 (graphique 9).



Toutefois, cela n'empêchera pas l'inflation totale de retourner sous les 2,5 % d'ici le début de l'an prochain. L'inflation est un indicateur retardé du cycle économique. Or, le ralentissement de l'économie et la stabilité des anticipations inflationnistes jouent en faveur d'une diminution des pressions actuelles et d'une croissance plus faible des prix durant le reste de l'année (graphique 10).



Ainsi, un peu à l'image de 2001, bien que l'inflation soit élevée, la Fed ne s'empêchera pas d'assouplir sa politique monétaire davantage. À ce moment, la Fed avait abaissé son taux directeur de 50 points de base, soit de 2,25 % à 1,75 %, en dépit d'une inflation à 2,7 % et à la hausse (graphique 11).



Dans ces conditions, avec encore plusieurs mauvaises nouvelles à prévoir tant sur le plan économique que sur le plan financier, il est probable que la Fed poussera la cible des fonds fédéraux à moins de 2,0 % au cours de l'été afin de limiter les risques sur la croissance.

**Martin Lefebvre**  
Économiste senior